

Techcombank (TCB)

Cảm nhận áp lực từ lãi suất tăng

Chuyên viên Phân tích Tài chính

Nguyễn Đức Huy

huynd1@kbsec.com.vn

1/11/2022

3Q2022, LNTT tăng 20.7%YoY, đạt 6,715 tỷ VND.

TCB ghi nhận thu nhập lãi thuần quý 3 đạt 7,565 tỷ VND (-2.9%QoQ và +12.2%YoY), thu nhập ngoài lãi đạt 2,773 tỷ VND (-14.1%QoQ và +36.2%YoY). TCB trích 609 tỷ chi phí dự phòng cho quý 3 (+46%QoQ và +3.4%YoY). Chi phí hoạt động được tiết giảm bù đắp cho mức tăng trong chi phí dự phòng, nhờ đó ngân hàng chỉ ghi nhận giảm LNTT giảm nhẹ 8.3%QoQ và vẫn tăng 20.7%YoY. Lũy kế 9T2022, LNTT đạt 20,821 tỷ VND (+21.7%YoY), hoàn thành 77% kế hoạch năm.

NIM tiếp tục ghi nhận xu hướng giảm, đạt 5.22%

Lợi suất bình quân từ hoạt động cho vay cải thiện khoảng 0.3 điểm % QoQ nhờ đẩy mạnh cho vay bán lẻ cùng khả năng trả nợ của các khách hàng được tái cơ cấu quay trở lại. Tuy nhiên, lãi suất bình quân đầu vào tăng tới 0.61 điểm % QoQ do lãi suất huy động từ thị trường 1 và 2 tăng cao. NIM Q3 giảm 0.26 điểm % còn 5.22%

Tăng trưởng cho vay vẫn khả quan trong khi tiền gửi gặp khó khăn

Trong bối cảnh room tín dụng eo hẹp ngân hàng đã phải bán bớt danh mục trái phiếu doanh nghiệp để có room đẩy mạnh core cho vay. TPDN giảm tới 30.5%YTD trong khi cho vay tăng tốt ở mức 18.2%. Ngân hàng chủ yếu huy động vốn từ thị trường 2 sau 9T (59.3%YTD) trong khi tiền gửi tăng khiêm tốn 1.3% so với đầu năm

Tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2022 tăng 5bps QoQ lên mức 0.65%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 6.6 điểm % so với quý trước xuống còn 165%. Ngân hàng còn khoảng 400 tỷ nợ tái cơ cấu đã được đưa về đúng nhóm nợ và không có quá nhiều ảnh hưởng tới NPL.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 34,200 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu cho năm 2022 của cổ phiếu TCB xuống 34,200 VND/cp, cao hơn 39.0% so với giá tại ngày 31/10/2022. Khuyến nghị MUA.

MUA

Giá mục tiêu VND 34,200

Tăng/giảm	39.0%
Giá hiện tại (29/10/2022)	24,400
Giá mục tiêu thị trường	52.500
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	125,690

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	18,751	26,699	31,231	36,492
LN trước CF DPRRTD (tỷ VND)	18,411	25,903	30,625	36,302
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	12,325	18,052	22,468	26,314
EPS (đồng/cổ phiếu)	3,515	5,137	6,375	7,452
Tăng trưởng EPS (%YoY)	22.4%	46.1%	24.1%	16.9%
PER (x)	8.95	9.71	5.36	4.59
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,392	25,476	31,508	39,171
PBR (x)	1.54	1.96	1.08	0.87
ROE (%)	18.4%	22.0%	22.0%	20.7%
Tỷ lệ cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

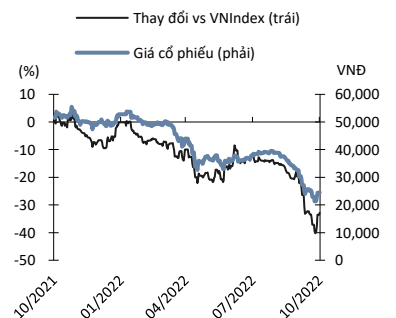
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	77.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	156.76
Sở hữu nước ngoài (%)	22.5%
Cơ cấu cổ đông	MSN (14.96%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-24.5	-35.2	-44.2	-52.4
Tương đối	-16.5	-23.7	-25.5	-33.2



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

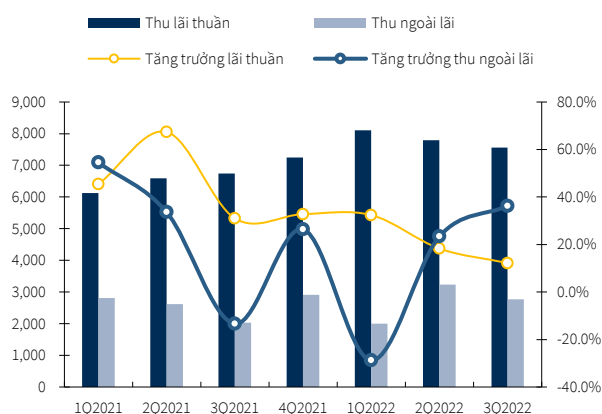
3Q2022, LNTT tăng 20.7%YoY, đạt 6,715 tỷ VND.

Nguồn thu từ lãi gặp khó khăn cùng áp lực chi phí lãi gia tăng khiến TCB tiếp tục ghi nhận xu hướng giảm trong thu nhập lãi thuần. Cụ thể, thu lãi thuần quý 3 giảm nhẹ 2.9%QoQ, đạt 7,565 tỷ VND. Nếu so với cùng kỳ thì thu lãi thuần vẫn tăng khoảng 12.3%. Thu ngoài lãi đạt 2,773 tỷ VND, giảm 14.1% so với quý 2 do thu hẹp nguồn thu từ chứng khoán đầu tư. Do sự sụt giảm của thu lãi thuần và thu ngoài lãi nên tổng thu hoạt động (TOI) quý 3 giảm 6.2% so với quý 2, dù vậy nếu so với cùng kỳ thì TOI vẫn tăng khoảng 17.7% và đạt 10,338 tỷ VND. Ngân hàng vẫn mạnh tay trích lập tới 609 tỷ VND chi phí dự phòng rủi ro trong quý 3 (+46%QoQ và +3.4%YoY). Chi phí hoạt động (OPEX) giảm nhẹ 8.3%QoQ và tăng 14.7%YoY, đạt 3,014 tỷ VND. Tổng kết lại, TCB ghi nhận lợi nhuận trước thuế quý 3 đạt 6,715 tỷ VND, giảm 8.3%QoQ nhưng vẫn tăng 20.7%YoY nhờ các nguồn thu vẫn khả quan nếu so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế 9T2022, lợi nhuận trước thuế của ngân hàng đạt 20,821 tỷ VND, tăng 21.7% so với cùng kỳ và hoàn thành 77% kế hoạch năm.

NIM 3Q2022 đạt 5.22%, giảm 26bps QoQ và 36bpsYoY.

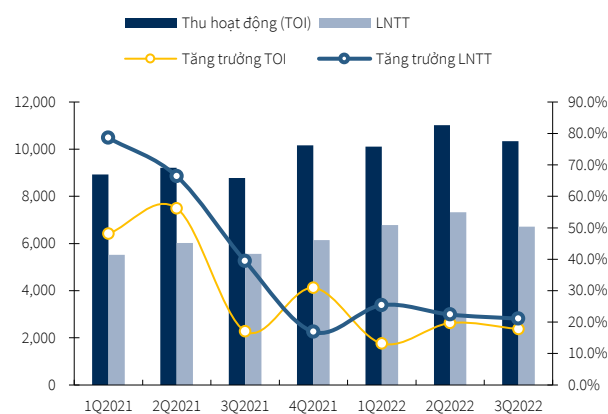
Lợi suất đầu vào bình quân 3Q2022 cải thiện 0.34 điểm % QoQ, đạt 7.77% nhờ TCB đẩy mạnh chuyển đổi cơ cấu khách hàng sang mảng bán lẻ cùng lợi suất từ interbank cũng được cải thiện. Tỷ lệ CASA tiếp tục giảm khoảng 1.5 điểm % xuống còn 46.5% - vẫn đứng đầu ngành. Chúng tôi đánh giá tốc độ tăng trưởng CASA chậm lại hoàn toàn phù hợp với bối cảnh dòng tiền nhà rỗi đổ về kênh gửi tiết kiệm khi lãi suất liên tục tăng. Không đứng ngoài cuộc đua tăng lãi suất, TCB cũng đã tăng khoảng từ 1-1.25 điểm % tùy từng kỳ hạn. Chi phí lãi tiền gửi bình quân tăng khoảng 0.43 điểm % lên 2.3%. Huy động từ thị trường liên ngân hàng và từ giấy tờ có giá cũng trở nên đắt đỏ hơn trong bối cảnh thanh khoản toàn hệ thống thiếu hụt. Chi phí nguồn vốn huy động bình quân quý 3 là 2.83%, tăng mạnh 0.61 điểm % QoQ và 0.59 điểm %YoY. Do đó, biên lãi thuần (NIM) quý 3 tiếp tục bị thu hẹp xuống còn khoảng 5.22% (giảm 0.26 điểm %QoQ). Áp lực từ chi phí vốn vẫn sẽ tiếp tục trong quý 4 và đầu năm sau khi vừa qua Ngân hàng Nhà nước nâng lãi suất điều hành thêm 1 điểm %.

Biểu đồ 1. Biểu đồ tăng trưởng lãi thuần và lãi thuần từ hoạt động dịch vụ theo quý 2021 – 2022 (YoY)



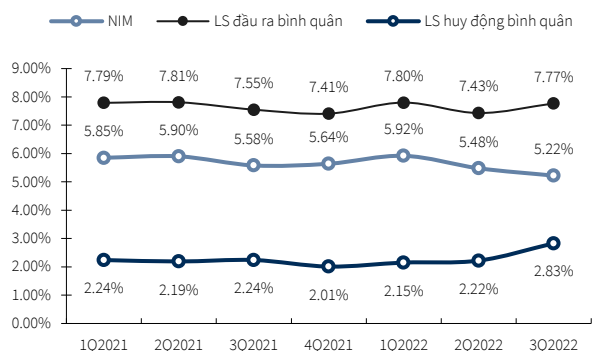
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng Tổng thu nhập hoạt động và LNTT theo quý 2021 – 2022 (YoY)



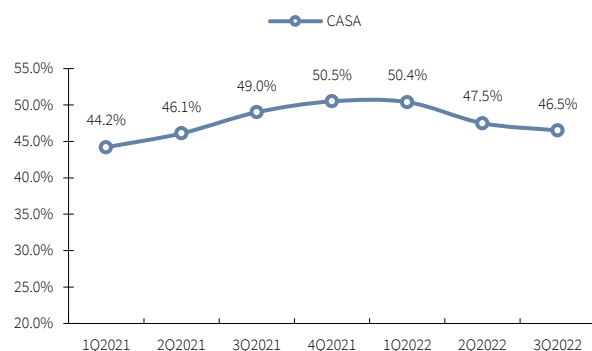
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 3. Biến động NIM theo quý 2021 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 4. Tỷ lệ CASA của TCB theo quý giai đoạn 2021 - 2022



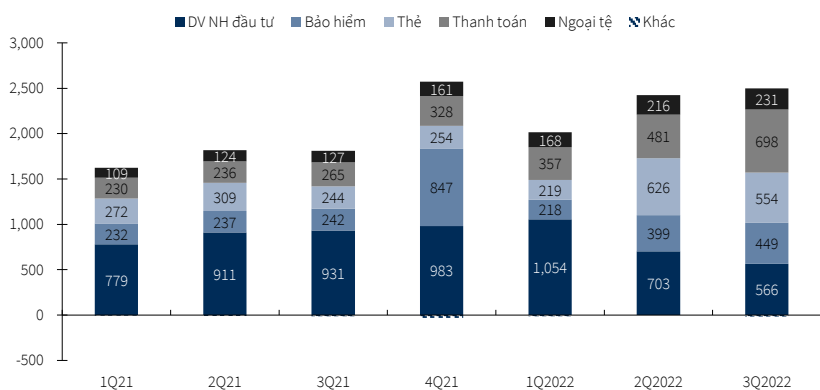
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

NFI 3Q2022 đạt 2,123 tỷ đồng, tăng 41.8%YoY.

Nhờ nằm trong cùng hệ sinh thái mà TCB được hưởng lợi trực tiếp từ hoạt động phát hành trái phiếu của Vingroup và Masan, từ đó đem lại nguồn thu ổn định từ các dịch vụ ngân hàng đầu tư (gồm tư vấn, bảo lãnh phát hành trái phiếu). Tỷ trọng doanh thu từ các dịch vụ ngân hàng đầu tư thường chiếm khoảng 53% tổng thu dịch vụ của ngân hàng. Thị trường trái phiếu trở lên trầm lắng hơn đã khiến nguồn thu này có dấu hiệu bị thu hẹp dần bắt đầu từ quý 2 2022. Ngân hàng chỉ ghi nhận khoảng 554 tỷ VND thu từ dịch vụ ngân hàng đầu tư, giảm 19%QoQ và 39%YoY. Các quy định nghiêm ngặt hơn là cần thiết cho sự phát triển của thị trường trái phiếu trong dài hạn. Với vị thế sẵn có của mình TCBS sẽ nắm bắt được cơ hội và tiếp tục đem lại nguồn thu từ IB về cho ngân hàng mẹ.

Việc đẩy mạnh khai thác mảng thẻ tín dụng tiếp tục đem lại hiệu quả cao khi đóng góp khoảng 554 tỷ VND trong quý 3, giảm 12%QoQ và tăng mạnh 127%YoY. Thu từ bancassurance duy trì đà tăng trưởng cao như trong quý 2, tăng 86% so với cùng kỳ và đạt 449 tỷ VND. Đáng chú ý thu từ hoạt động thanh toán đóng góp tới 698 tỷ VND cho thu dịch vụ, tăng 45%QoQ và gấp 2.5 lần cùng kỳ. Thu từ phí giao dịch ngoại tệ đạt 231 tỷ VND (+7%QoQ và +82%YoY). Các nguồn thu dịch vụ khác ghi nhận tăng trưởng cao bù đắp cho sự sụt giảm trong thu dịch vụ ngân hàng đầu tư, nhờ đó thu nhập từ hoạt động dịch vụ vẫn tăng 41.8% so với cùng kỳ, đạt 2,709 tỷ VND.

Biểu đồ 5. Cơ cấu thu dịch vụ theo quý giai đoạn 2021 - 2022

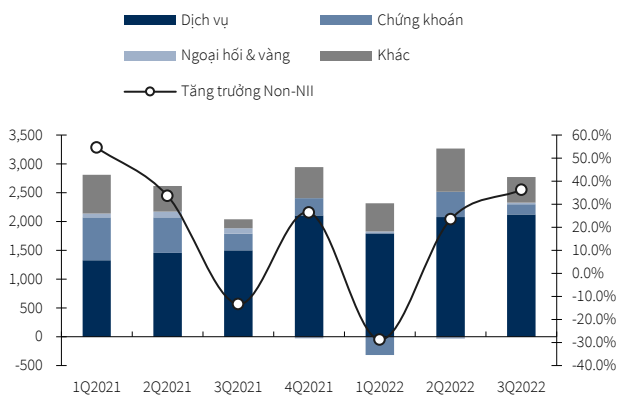


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng ghi nhận kết quả khả quan hơn trong quý 3 khi lãi 28 tỷ VND. Hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh lần đầu có lãi trở lại sau 4 quý liên tiếp ghi nhận lỗ, đạt 18 tỷ VND. Chúng tôi cho

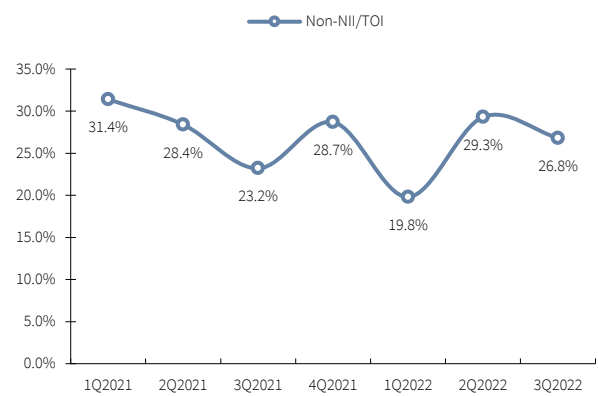
rằng việc tắt toán sớm danh mục trái phiếu chính phủ và trái phiếu từ các tổ chức tín dụng đến một phần đến từ nhu cầu về vốn để cho vay của TCB, ngoài ra sau khi tắt toán thì ngân hàng có thể mở rộng danh mục trở lại để nắm bắt được xu hướng lãi suất tăng. Hoạt động kinh doanh chứng khoán đầu tư chậm lại và chỉ ghi nhận khoảng 157 tỷ VND trong quý 3, giảm 73.5%QoQ và 48.7%YoY. Lãi thuần từ hoạt động khác gấp 2.8 lần so với cùng kỳ, đạt 441 tỷ VND. Các nguồn thu ngoài lãi khác tăng chậm lại làm tỷ lệ Non-NII/TOI chỉ đạt 26.8% trong quý 3, giảm 2.5 điểm % so với quý trước đó.

Biểu đồ 6. Cơ cấu thu ngoài lãi theo quý 2021 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ lệ Non-NII/TOI theo quý 2021 - 2022

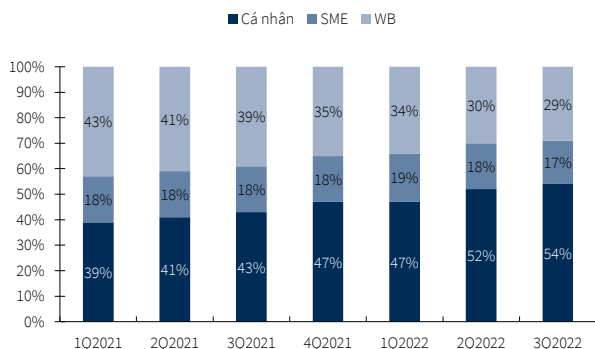


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Cắt giảm danh mục trái phiếu để phục vụ hoạt động cho vay

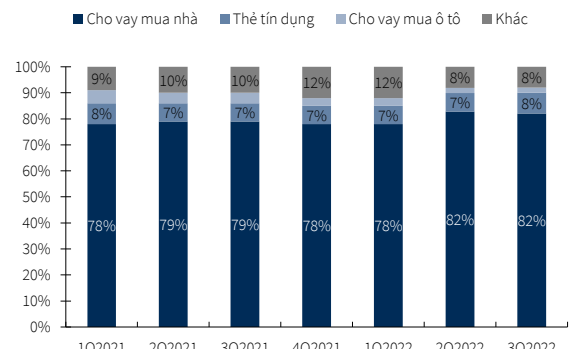
Tính đến cuối quý 3, dư nợ cho vay khách hàng đạt 410.5 nghìn tỷ VND, tiếp tục tăng trưởng khả quan lên mức 18.2%YTD (trong khi cùng kỳ chỉ 15.7%). Techcombank tiếp tục chiến lược mở rộng mảng cho vay bán lẻ, giảm dần sự phụ thuộc vào khối bán buôn (Wholesale Banking). Dư nợ cho vay khách hàng cá nhân tăng 8.3%QoQ và 60.9%YoY, đạt 222 nghìn tỷ VND. Quy mô cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) đạt 71 tỷ VND (+2.9%QoQ và +22.4%YoY). Dư nợ cho vay khối bán buôn không tăng trong quý 3 và giảm nhẹ 6.4% so với cùng kỳ, đạt 117 nghìn tỷ VND (**Biểu đồ 8**). Với tỷ trọng lên tới 82%, cho vay mua nhà là động lực tăng trưởng chính của hoạt động cho vay cá nhân. Cụ thể, tính đến cuối quý 3 dư nợ cho vay cá nhân mua nhà đạt 182 tỷ VND, tăng 8.8%QoQ và +42.8%YoY. Cho vay thẻ tín dụng dù chỉ chiếm khoảng 8% cơ cấu cho vay cá nhân nhưng cũng có những đóng góp đáng kể khi tăng tới 55.2% so với đầu năm, đạt 17.7 nghìn tỷ VND. Tỷ trọng cho vay mua cá nhân mua ô tô giảm dần xuống chỉ còn khoảng 2% cho vay cá nhân vào cuối quý 3.

Biểu đồ 8. Cơ cấu cho vay theo giai đoạn 2021 - 2022 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

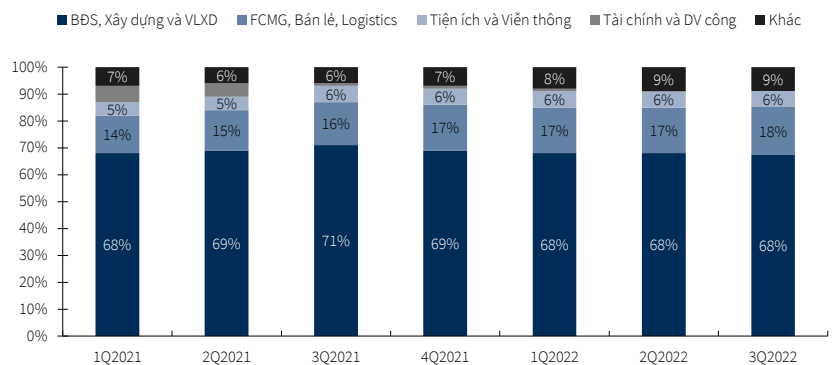
Biểu đồ 9. Cơ cấu cho vay theo ngành nghề 2021 -2022 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Cơ cấu cho vay theo ngành nghề của TCB không có gì thay đổi do với các quý trước đó khi cho vay bất động sản, xây dựng và vật liệu xây dựng vẫn chiếm tới 68% tổng dư nợ, đạt 279 nghìn tỷ VND (+4.8%QoQ và 16.5%YTD). Ngân hàng tiếp tục đa dạng hóa chiến lược kinh doanh, đẩy mạnh phát triển trong lĩnh vực FCMG, bán lẻ và logistics. Tỷ trọng mảng này tăng lên mức 18%, quy mô dư nợ đạt ~74 nghìn tỷ VND (+10.9%QoQ và +25.1%YTD). Cho vay nhóm tiện ích và viễn thông ghi nhận đạt 24.6 nghìn tỷ VND (+4.8%QoQ và +18.2%YTD). TCB chủ động giảm cho vay các hoạt động tài chính và dịch vụ công, hiện giờ mảng này chỉ chiếm 1 phần rất nhỏ trong khi trong quá khứ thường chiếm từ 5-6%.

Biểu đồ 10. Cơ cấu cho vay của TCB theo ngành nghề



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

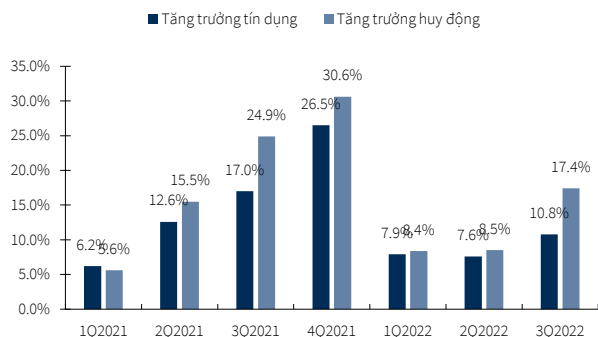
Room tín dụng cả năm của TCB là khoảng 11.7% sau đợt nới room tháng 9, chúng tôi đánh giá là tương đối thấp nếu so với các năm trước như 2021 là 22.1% hay 2020 là khoảng 23%. Nguyên nhân chính là do cơ cấu cho vay của TCB tập trung vào ngành bất động sản cùng việc đẩy mạnh đầu tư trái phiếu doanh nghiệp, trong khi Ngân hàng Nhà nước muốn thu hẹp dòng tiền cho 2 mảng kinh doanh này. Việc chủ động cắt giảm danh mục trái phiếu doanh nghiệp là cần thiết để đảm bảo dư địa tăng trưởng cho vay.

Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp từ đó giảm 30.5% so với đầu năm xuống chỉ còn khoảng 43.5 nghìn tỷ VND. Trong khi tăng trưởng cho vay khách hàng lên tới 18.2%YTD cao hơn mức tăng của cùng kỳ là 15.7%YTD (**Biểu đồ 12**). Có thể thấy hoạt động giải ngân cho vay của ngân hàng vẫn đang đi đúng kế hoạch. Ban lãnh đạo chia sẻ rằng ngân hàng chưa thấy có dấu hiệu thay đổi trong hành vi của người mua nhà nên danh mục cho vay không bị ảnh hưởng trước những tin xấu trên thị trường.

Quy mô nguồn vốn huy động vào cuối quý 3 đạt 332 nghìn tỷ VND (+17.4%YTD). Tăng trưởng huy động chủ yếu đến từ thị trường 2 (+59.3%YTD) và từ phát hành giấy tờ có giá (+27.3%YTD), trong khi đó huy động từ tiền gửi chỉ tăng khoảng 1.3%YTD, đạt 319 nghìn tỷ VND do khó khăn chung của ngành (**Biểu đồ 13**). Tỷ lệ CASA tiếp tục giảm khoảng 1 điểm % so với quý trước xuống mức 46.5% - vẫn đứng đầu ngành.

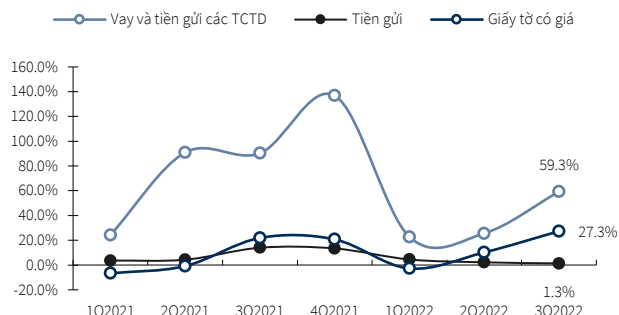
Nhờ sự cải thiện rõ rệt trong hoạt động huy động vốn mà tỷ lệ LDR của 3Q2022 giảm 2.5 điểm % xuống 78.9%. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (SMLR) tiếp tục xu hướng giảm, chỉ còn khoảng 24.4% nhờ chuyển dịch qua cho vay bán lẻ có kỳ hạn ngắn hơn đáp ứng được quy định 34% của NHNN.

Biểu đồ 11. Biểu đồ tăng trưởng tín dụng và huy động giai đoạn 2021 – 2022 (%YTD)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 13. Biểu đồ tăng trưởng nguồn vốn huy động (%YTD)

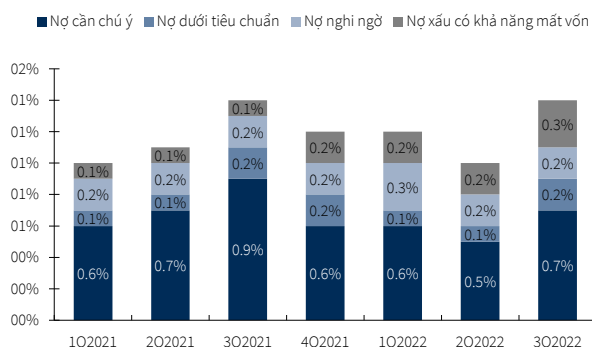


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Chuyển dịch tập khách hàng bán lẻ khiến nợ xấu quý 3 tăng nhẹ

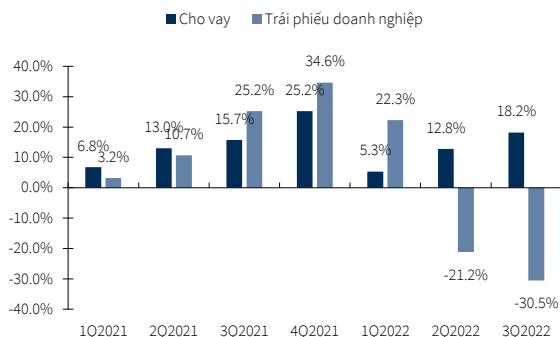
Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ 0.05 điểm % so với quý 2 lên mức 0.65%, trong đó nợ nhóm 3 và nợ nhóm 5 lần lượt tăng 41.6% và 15.4%QoQ. Đáng chú ý dư nợ nhóm 2 cũng tăng khoảng 39.8% so với quý trước. Nợ xấu và nợ cần chú ý có dấu hiệu tăng trong quý 3 đến chủ yếu từ hoạt chuyển đổi cơ cấu cho vay dần sang cá nhân và SME khiến nợ xấu nhóm SME tăng lên mức 1% (các quý trước là khoảng 0.7%). Được biết nợ tái cơ cấu của ngân hàng tính đến quý 3 còn khoảng 400 tỷ VND và việc TT14 hết hiệu lực không có quá nhiều ảnh hưởng tới tỷ lệ nợ xấu do khách hàng đã hồi phục và có thể hoàn tất nghĩa vụ thanh toán gốc lãi. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu giảm khoảng 6.6 điểm %QoQ xuống 165% - vẫn thuộc nhóm cao trong ngành.

Biểu đồ 14. Cơ cấu nợ xấu và nợ cần chú ý 2021 - 2022



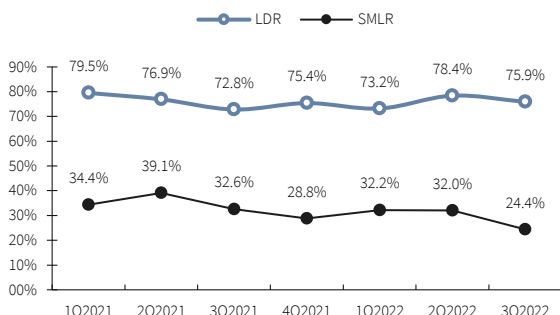
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 12. Tăng trưởng cho vay và trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2021 – 2022 (%YTD)



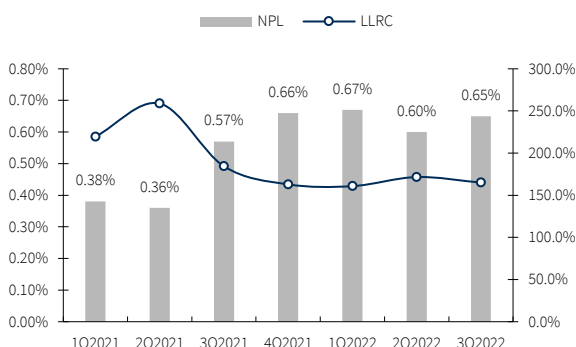
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 14. Biểu đồ LDR và SMLR



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

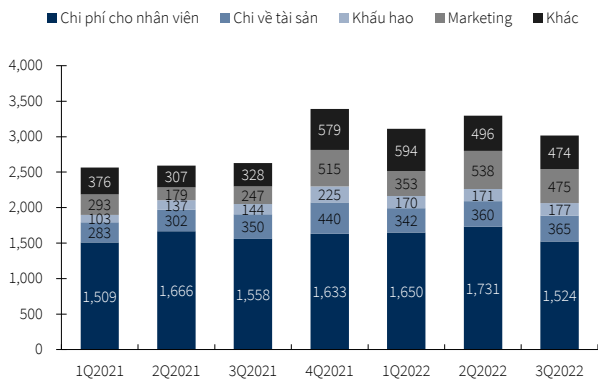
Biểu đồ 15. Nợ xấu và Dự phòng bao nợ xấu 2021 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

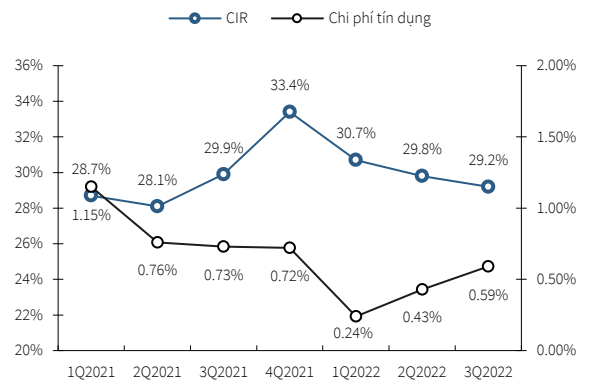
Chi phí hoạt động (OPEX) của quý 3 là khoảng 3 nghìn tỷ VND, giảm 8.3 và tăng 14.7%YoY. Trong đó, chi phí lương thưởng cho nhân viên giảm 12%QoQ đạt 1,524 tỷ VND do làn sóng nghỉ việc trong quý 2 giúp ngân hàng giải phóng được 1 khoản dự phòng trong chi phí lương thưởng. Ngân hàng tiếp tục chi mạnh tay cho các hoạt động marketing khi chi phí cho mảng này tăng gấp 2 lần cùng kỳ, đạt 475 tỷ VND. Dù vậy nhờ sự sụt giảm trong chi phí cho nhân viên mà tỷ lệ CIR tiếp tục giảm còn 29.2% - thuộc nhóm thấp nhất ngành cho thấy sự hiệu quả trong việc kiểm soát chi phí và số hóa ngân hàng. Chi phí tín dụng có xu hướng tăng trở lại trong 2 quý gần đây, đạt 0.59% trong quý 3.

Biểu đồ 16. Cơ cấu chi phí hoạt động theo quý (Tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 17. Tỷ lệ CIR của TCB giai đoạn 2021 – 2022 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022 và 2023

Chúng tôi đưa ra dự phóng cho TCB trong năm 2022 như sau:

- Do room tín dụng được giao cả năm tương đối thấp nên chúng tôi tiếp tục giảm giả định tăng trưởng tín dụng cả năm thêm 5 điểm % so với giả định cũ xuống còn 12.1%. Trong đó cho vay khách hàng tăng 22.1%YoY và trái phiếu doanh nghiệp giảm 43%YoY. Câu chuyện tín dụng được kỳ vọng sẽ khả quan hơn trong năm 2023, giả định tăng 18.4%YoY.
- Tăng trưởng nguồn vốn huy động cả năm đạt 19.5% động lực chính vẫn tới từ thị trường 2 và giấy tờ có giá, giả định tăng trưởng tiền gửi cả năm đạt 2.7%.
- Áp lực từ chi phí vốn sẽ tiếp tục tăng trong quý 4 sau động thái nâng lãi suất điều hành lần thứ 2 của ngân hàng nhà nước, đồng thời tỷ lệ CASA cũng khó tăng trở lại khi người dân chọn gửi tiết kiệm. Từ đó, dự phóng NIM cả năm 2022 giảm 0.24 điểm % so với cùng kỳ xuống còn 5.47%. Kỳ vọng NIM 2023 dự báo tiếp tục giảm khoảng 0.13 điểm % xuống 5.34%.
- Dự phóng NPL cả năm tăng nhẹ lên khoảng 0.68%, BLĐ cũng cho biết nợ xấu của ngân hàng sẽ có xu hướng tăng nhẹ do chuyển dịch cơ cấu cho vay.
- Chi phí trích lập dự phòng đạt 1,693 tỷ VND, giảm 36.7% YoY do đã đẩy mạnh trích lập dự phòng cho phần nợ tái cơ cấu trong năm 2021.
- Dự phóng LNST công ty mẹ năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 22,468 tỷ VND (+24.5%YoY) và 26,314 tỷ VND (+17.1%YoY).

Bảng 1. Dự phóng KQKD 2022 - 2023

Tỷ VND	2021	2022F	2023F	%YoY 2022	%YoY 2023
Thu nhập lãi thuần	26,699	31,231	36,492	17.0%	16.8%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	6,382	8,268	10,692	29.6%	29.3%
Tổng thu hoạt động	37,076	43,589	51,860	17.6%	19.0%
Chi phí dự phòng	-2,665	-1,693	-2,418	-36.5%	42.8%
Lợi nhuận sau thuế	18,052	22,468	26,314	24.5%	17.1%
NIM	5.71%	5.47%	5.34%		
Lãi suất đầu ra bình quân	7.59%	7.75%	8.12%		
Lãi suất đầu vào bình quân	2.16%	2.58%	3.14%		
CIR	30.1%	29.7%	30.0%		
NPL	0.66%	0.68%	0.63%		
Tổng tài sản	568,729	687,829	827,724	20.9%	20.3%
Vốn chủ sở hữu	93,041	115,859	143,860	24.5%	24.2%

Nguồn: KBSV

Định giá – Khuyến nghị MUA, giá 53,300 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu TCB.

(1) Phương pháp định giá P/B (**Biểu đồ 18**)

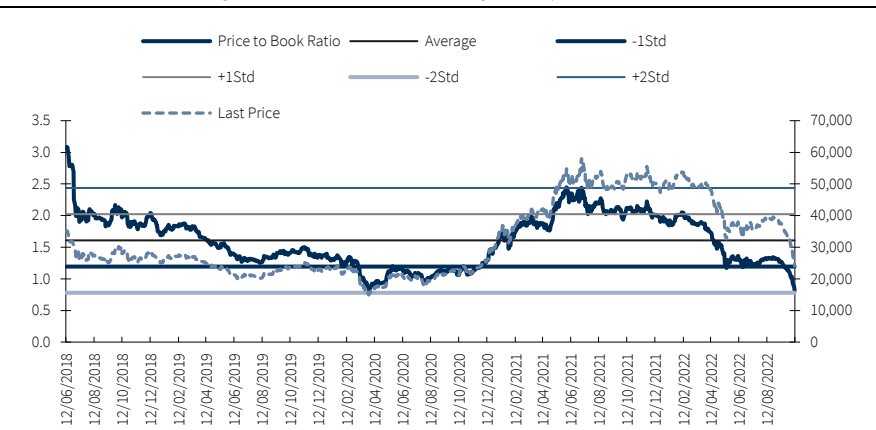
Chúng tôi vẫn đánh giá cao Techcombank nhờ sở hữu nền tảng cơ bản vững chắc cùng những bước tiến vượt bậc trong hoạt động chuyển đổi số. Định giá PB hiện giờ của TCB đang giao dịch dưới mức thấp nhất trong vòng 5 năm là khoảng 0.74x. Do đó, chúng tôi đưa ra mức định giá P/B mục tiêu năm 2022 là 1.2x, tương ứng mức trung bình -1 Std.

(2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (**Bảng 2**)

Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn. Chúng tôi điều chỉnh lãi suất phi rủi ro (Rf) lên mức 5% và nâng phần bù rủi ro cổ phiếu (ERP) thêm 3% nhằm phản ánh rủi ro về trái phiếu và bất động sản (**Bảng 3**).

Kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỉ lệ 50-50 (**Bảng 4**) để ra được giá hợp lý cuối cùng cho cổ phiếu TCB là 34,200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 39.0% so với giá đóng cửa ngày 31/10/2022. Một số rủi ro có thể phát sinh giảm dự phóng của chúng tôi bao gồm: (1) Nợ xấu bất động sản tăng nhanh; (2) Rủi ro tiềm ẩn liên quan đến trái phiếu đang nắm giữ.

Biểu đồ 18. Diễn biến giá và chỉ số P/B của TCB giai đoạn 2018-2022



Bảng 2. Cổ phiếu TCB – Định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ VND	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	22,927	26,851	33,750	41,190	49,972
Lợi nhuận thặng dư	2,656	1,714	2,588	2,695	2,586
Chi phí vốn (Re)	17.1%				
Tăng trưởng (g)	5%				
Giá trị cuối cùng	10,190				
Tổng giá trị hiện tại (PV)	17,928				
Giá trị cổ phiếu TCB	30,582				

Nguồn: KBSV

Bảng 3. Phân tích độ nhạy theo Rf và ERP

Equity Risk Premium						
Rf		7.8%	8.8%	9.8%	10.8%	11.8%
	3%	82,143	64,216	52,160	42,868	35,521
	4%	66,800	53,124	43,621	36,125	30,084
	5%	55,128	44,394	36,741	30,582	25,544
	6%	45,986	37,366	31,092	25,963	21,709
	7%	38,659	31,609	26,389	22,066	18,438

Nguồn: KBSV

Bảng 4. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
Lợi nhuận thặng dư	30,582	50%	15,291
P/B	37,810	50%	18,905
Giá mục tiêu			34,196

Nguồn: KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD				
(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	29,002	35,503	44,268	55,472
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-10,251	-8,805	-13,037	-17,744
Thu nhập lãi thuần	18,751	26,699	31,231	37,728
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	6,048	8,239	10,666	13,186
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1,524	-1,857	-2,398	-2,494
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	4,525	6,382	8,268	10,692
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động ngoại hối và vàng	1	231	243	255
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	321	152	83	112
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	1,497	1,804	2,174	2,620
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	2,279	1,803	1,586	1,685
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	4	4	4	4
Tổng thu nhập hoạt động	27,379	37,076	43,589	53,096
Chi phí hoạt động	-8,967	-11,173	-12,964	-15,929
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CPDPRR	18,411	25,903	30,625	37,167
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-2,611	-2,665	-1,693	-2,418
Tổng lợi nhuận trước thuế	15,800	23,238	28,932	34,749
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-3,218	-4,823	-6,005	-7,212
Lợi nhuận sau thuế	12,582	18,415	22,927	27,537
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-257	-363	-459	-551
Cổ đông của Công ty mẹ	12,325	18,052	22,468	26,986

Chỉ số tài chính				
%	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng sinh lời				
ROAA	18.4%	22.0%	22.0%	21.1%
ROAE	32.8%	30.1%	22.0%	30.0%
NIM	7.56%	7.59%	7.75%	8.11%
LS đầu ra bình quân	8.49%	8.72%	8.73%	9.25%
LS đầu vào bình quân	2.88%	1.90%	2.47%	2.95%
Hiệu quả hoạt động				
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0.47%	0.66%	0.68%	0.60%
Bao phủ nợ xấu (LLRC)	170.9%	162.9%	167.1%	170.0%
LDR	78.7%	75.4%	77.0%	78.3%
CIR	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CASA	46.1%	50.5%	45.3%	44.5%

Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
TỔNG TÀI SẢN	439,603	568,729	687,829	827,778
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,664	3,579	2,917	3,512
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	10,253	4,909	4,516	5,202
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	28,995	70,515	75,737	96,035
Chứng khoán kinh doanh	8,348	5,071	2,637	3,502
Các công cụ TCPS và các tài sản tài chính khác	0	294	344	166
Cho vay khách hàng	275,310	343,606	419,285	511,865
Hoạt động mua nợ	0	133	69	0
Chứng khoán đầu tư	84,447	97,586	110,515	127,533
Góp vốn, đầu tư dài hạn	12	13	14	17
Tài sản cố định	4,613	7,224	8,942	10,696
Bất động sản đầu tư	1,125	1,089	1,101	1,324
Tài sản Có khác	22,836	34,711	61,905	74,286
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	439,603	568,729	687,829	827,778
Tổng nợ phải trả	364,988	475,687	571,969	683,219
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	0	1	0	0
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	47,485	112,459	182,971	246,828
Tiền gửi của khách hàng	277,459	314,753	323,251	358,809
Phát hành giấy tờ có giá	27,900	33,680	44,424	55,619
Các khoản nợ khác	11,878	14,796	21,323	21,963
Vốn chủ sở hữu	74,615	93,041	115,859	144,560
Vốn điều lệ	35,049	35,109	35,243	35,313
Thặng dư vốn cổ phần	477	476	476	477
Quỹ của tổ chức tín dụng	6,790	9,156	12,151	15,731
Lợi nhuận chưa phân phối	31,816	47,453	66,905	91,404

Định giá				
(đồng, x, %)	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ số về giá				
EPS cơ bản	3,515	5,137	6,375	7,642
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,392	25,476	31,508	39,369
Chỉ số định giá				
PER	6.91	7.39	3.83	3.19
PBR	1.19	1.49	0.77	0.62
Tỷ lệ cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên cao cấp – Bảo hiểm & Ngân hàng
Huynd1@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
quangtpt@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhdt@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyền
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

